

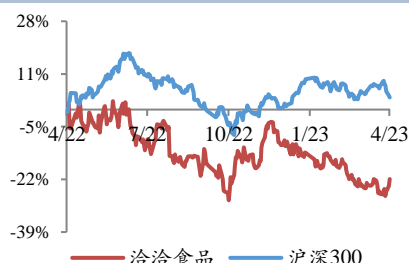
22 年疫情扰动与成本压力拖累业绩表现，静待疫后改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-26

收盘价（元）	43.45
近 12 个月最高/最低（元）	57.10/39.70
总股本（百万股）	507
流通股本（百万股）	507
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	220
流通市值（亿元）	220

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：刘略天

执业证书号：S0010522100001

邮箱：liult@hazq.com

分析师：杨苑

执业证书号：S0010522070004

邮箱：yangyuan@hazq.com

相关报告

1.洽洽食品 2022 年业绩快报点评：年节备货再受疫情扰动，净利润率压力仍存 2023-02-26

2.洽洽食品点评报告：Q3 毛利修复费用增投，盈利能力仍有所承压 2022-10-27

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年年度报告及 2023 年第一季度报告

据 2022 年年报，2022 年公司实现营业收入 68.83 亿元，同比+15.01%；实现归母净利润 9.76 亿元，同比+5.10%；实现扣非归母净利润 8.47 亿元，同比+6.07%；其中 Q4 单季度实现营业收入 25.00 亿元，同比+18.89%；实现归母净利润 3.49 亿元，同比+4.47%；实现扣非归母净利润 3.23 亿元，同比+4.60%。

据 2023 年一季报，2023Q1 公司实现营业收入 13.36 亿元，同比-6.73%；实现归母净利润 1.78 亿元，同比-14.35%；实现扣非归母净利润 1.42 亿元，同比-21.73%，利润表现低于预期。

● 2022 年瓜子稳健增长，坚果消费场景受到疫情影响

分产品看，全年瓜子收入同比增长 14.42%，保持稳健略快的增长节奏，其中 Q2 瓜子受益于疫情之下居家食品消费需求旺盛而高增，此后回归平稳增长区间；坚果收入同比增长 18.87%，受到疫情一定程度的冲击，坚果第二增长曲线的成长性相较 21 年有所减弱；其他品类收入同比增长 30.92%，与薯片等小品类在新兴渠道快速放量有关。分渠道看，经销及其他渠道仍是收入贡献的绝对主力，22 年收入同比增长 14.38%；直营渠道（含电商）收入同比增长 18.48%，略快于整体收入增长，得益于公司在电商渠道提升主航道产品占比，且在抖音、私域会员体系等渠道取得突破。

● 2022 年毛率先降后修复，费用率同比略升，全年净利率同降 1.3pp

2022 年公司毛利率呈现前低后高走势，主因上半年原辅料价格、运输费用、能源价格同比涨幅明显，公司毛利率受损较多（22H1 毛利率同降 1.24pp）。下半年陆续开启对瓜子及其他小品类的提价，并对坚果采取缩小规格的方式间接提价，H2 公司毛利率持续修复。全年毛利率录得 31.96%，同比基本持平。2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 10.18%/4.97%/0.78%/-0.17%，同比 +0.08pp/+0.53pp/+0.02pp/+0.34pp。销售费用率与管理费用率同比有所提升，主因在整体消费环境略显疲软的背景下，公司主动进行渠道拓展、品牌宣传、产品推广促销、销售队伍优化，费用投入力度适度增大。全年公司实现归母净利率 14.21%，同降 1.3pp。

● 23 年年节备货受疫情扰动，成本承压业绩表现不佳

23Q1 公司收入同比下降 6.73%，主因去年 12 月新冠感染高峰环境下，公司年节备货偏谨慎。1 月传统旺季销售表现不佳，给 Q1 整体收入增长造成压力。23Q1 毛利率 28.52%，同比下滑 2.34pp，主因葵花籽原材料采购价同比有约 10%的提升，给成本端造成压力。23Q1 公司销售费用率亦提升明显，预计与增大促销力度以追赶收入目标有关。2023Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.67%/5.22%/1.41%/-1.63%，同比+1.44pp/+0.79pp/+0.93pp/-1.62pp。最终 23Q1 公司实现归母净

利率 13.32%，同比下降约 1.2pp，盈利能力有所受损。

- 2023 年收入目标有望实现，葵花籽采购成本压力仍存但整体影响有限**
 23 年公司总体增长目标为 15% 以上，其中瓜子目标增长 10-12%，坚果目标增长 20-25%。由于年初疫情扰动 Q1 销售表现不佳，但当前疫后复苏趋势明朗，坚果业务的渠道扩张与品类推广继续推进，瓜子业务持续进行渠道精耕与弱势市场提升，同时提价后价升贡献增大，故全年增长目标仍有望顺利实现。成本端，新采购季葵花籽采购价同比仍有上涨，瓜子业务毛利率仍有压力，后续公司或将采用规格调整的方式来对冲成本压力。坚果原材料价格稳中有降，且辅料包材价格持续回落，叠加 22H2 公司直接或间接提价，预计坚果及其他品类毛利率同比提升，整体毛利率受影响程度有限。

● 盈利预测与投资建议

考虑到 23 年公司成本压力仍存，但公司开始对产品价格进行调整，后续利润改善可期，我们调整 2023-2024 年盈利预测，并新增 2025 年盈利预测：预计 2023-2025 年公司实现营业总收入 79.7/92.6/108.7 亿元（前预测值 79.8/91.9/-亿元），同比+15.8%/+16.1%/+17.4%；实现归母净利润 10.5/13.3/16.3 亿元（前预测值 11.0/12.9/-），同比+7.6%/+26.9%/+22.1%；EPS 分别为 2.07/2.63/3.21 元。当前股价对应 PE 分别为 21/17/14 倍，目前估值具备高性价比，维持“买入”评级。

● 风险提示

渠道拓展不及预期；原辅料价格上涨超预期；宏观经济下行压力增大影响消费能力；食品安全问题。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	6883	7973	9258	10868
收入同比	15.0%	15.8%	16.1%	17.4%
归属母公司净利润	976	1050	1333	1628
净利润同比	5.1%	7.6%	26.9%	22.1%
毛利率	32.0%	31.2%	32.4%	32.4%
ROE	18.5%	17.9%	19.9%	21.1%
每股收益 (元)	1.93	2.07	2.63	3.21
P/E	25.88	20.97	16.53	13.54
P/B	4.81	3.75	3.29	2.85
EV/EBITDA	19.51	15.76	12.00	9.18

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6269	6846	7698	8963	营业收入	6883	7973	9258	10868
现金	3075	3297	3748	4959	营业成本	4683	5482	6256	7342
应收账款	412	476	504	584	营业税金及附加	58	68	79	92
其他应收款	7	8	9	10	销售费用	701	821	926	1032
预付账款	42	49	56	66	管理费用	342	399	444	489
存货	985	1300	1654	1608	财务费用	-12	-23	-28	-38
其他流动资产	1748	1716	1726	1736	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	2278	2452	2568	2665	公允价值变动收益	5	12	10	10
长期投资	163	163	163	163	投资净收益	54	50	55	60
固定资产	1359	1493	1589	1686	营业利润	1121	1206	1559	1928
无形资产	268	268	269	269	营业外收入	105	105	105	105
其他非流动资产	489	528	548	547	营业外支出	5	5	7	9
资产总计	8547	9298	10266	11628	利润总额	1221	1306	1657	2024
流动负债	1861	2010	2144	2478	所得税	242	255	323	395
短期借款	230	230	230	230	净利润	978	1051	1334	1629
应付账款	563	716	743	929	少数股东损益	2	1	1	2
其他流动负债	1068	1064	1170	1319	归属母公司净利润	976	1050	1333	1628
非流动负债	1415	1415	1415	1413	EBITDA	1220	1286	1651	2026
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.93	2.07	2.63	3.21
其他非流动负债	1415	1415	1415	1413					
负债合计	3276	3425	3559	3891					
少数股东权益	3	4	5	7					
股本	507	507	507	507					
资本公积	1546	1546	1546	1546					
留存收益	3216	3816	4649	5677					
归属母公司股东权益	5269	5869	6702	7729					
负债和股东权益	8547	9298	10266	11628					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1532	909	1145	2004	成长能力				
净利润	978	1051	1334	1629	营业收入	15.0%	15.8%	16.1%	17.4%
折旧摊销	170	169	187	205	营业利润	9.1%	7.6%	29.3%	23.6%
财务费用	-12	45	45	45	归属于母公司净利	5.1%	7.6%	26.9%	22.1%
投资损失	-54	-50	-55	-60	获利能力				
营运资金变动	441	-192	-256	290	毛利率 (%)	32.0%	31.2%	32.4%	32.4%
其他经营现金流	547	1129	1482	1233	净利率 (%)	14.2%	13.2%	14.4%	15.0%
投资活动现金流	313	-192	-149	-146	ROE (%)	18.5%	17.9%	19.9%	21.1%
资本支出	-211	-242	-204	-206	ROIC (%)	12.4%	12.1%	14.3%	15.8%
长期投资	412	-12	-10	-10	偿债能力				
其他投资现金流	112	62	65	70	资产负债率 (%)	38.3%	36.8%	34.7%	33.5%
筹资活动现金流	-533	-495	-545	-646	净负债比率 (%)	62.1%	58.3%	53.1%	50.3%
短期借款	-58	0	0	0	流动比率	3.37	3.41	3.59	3.62
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.75	2.68	2.74	2.89
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	1	0	0	0	总资产周转率	0.83	0.89	0.95	0.99
其他筹资现金流	-476	-495	-545	-646	应收账款周转率	18.82	18.00	18.95	20.00
现金净增加额	1307	222	451	1211	应付账款周转率	7.42	8.57	8.57	8.78

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 刘略天, 华安证券食品饮料首席分析师, 英国巴斯大学会计与金融学硕士。6年食品饮料行业研究经验, 曾任职于海通国际证券、天治基金。

分析师: 杨苑, 剑桥大学经济学硕士, 2年食品饮料行业研究经验, 1年宏观利率研究经验

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。